

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN: MỘT NGHIÊN CỨU TRONG NGÀNH XI MĂNG VIỆT NAM

Lê Thị Minh Nguyên

Trường Đại học Văn Hiến, Nguyenltm@vhu.edu.vn

Ngày nhận bài: 07/7/2016; Ngày duyệt đăng: 30/8/2016

TÓM TẮT

Nghiên cứu đã sử dụng số liệu của 17 doanh nghiệp ngành xi măng được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (HOSE và HNX) trong giai đoạn 2007-2013 để tiến hành kiểm định các giả thuyết nghiên cứu. Kết quả cho thấy, các yếu tố như: khả năng sinh lợi, tuổi doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước có tác động ngược chiều tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp xi măng. Nghiên cứu còn cho thấy, các doanh nghiệp xi măng có quy mô càng lớn sẽ có tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản càng cao. Điều này minh chứng cho khả năng tiếp cận vốn vay từ các tổ chức tín dụng của các doanh nghiệp xi măng có quy mô lớn rất thuận lợi. Kết quả nghiên cứu còn nhấn mạnh sự ảnh hưởng của khả năng thanh toán và giá trị tài sản cố định đến cấu trúc vốn, nhất là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Riêng yếu tố lá chắn thuế khấu hao có tác động ngược chiều với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản.

Từ khóa: cấu trúc vốn, doanh nghiệp xi măng, yếu tố tác động.

ABSTRACT

Effect of factors on the capital structure: a case study in Vietnam's cement industry

Observations are taken from 17 cement enterprises listed on the stock market of Vietnam (HOSE and HNX) in 2007-2013 to verify the research hypotheses. Results show that factors such as profitability, business age, the ownership percentage of state shares had negative effects on the capital structure of the cement business. The studies also show that the greater the cement enterprise scale, the higher the long-term debt ratio of total assets, which demonstrates the great ability of large-scale cement enterprises in accessing loans from credit organizations. The study results also emphasize the influence of solvency and the value of fixed assets on capital structure, especially long-term debt ratio of total assets. Particularly, the factor of depreciation tax shield has opposite effects on the debt ratio and the long-term debt ratio of total assets.

Keywords: capital structure, the cement business, the impact factors.

1. Giới thiệu

Dù ở bất kỳ một quốc gia nào, xi măng luôn là loại vật liệu xây dựng cơ bản và thông dụng nhất được sử dụng rộng rãi trong xây dựng cơ sở hạ tầng và phát triển kinh tế. Sự tăng trưởng của ngành xây dựng là yếu tố hỗ trợ tích cực cho ngành công nghiệp xi măng phát triển, từ đó kéo theo nhiều ngành nghề sản xuất dịch vụ khác phát triển như xây lắp, sản xuất thiết bị phụ tùng, bê tông, bao bì và các dịch vụ tư vấn khảo sát thiết kế, thăm dò chất lượng và trữ lượng. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, ngành xi măng đang trong giai đoạn rất khó khăn, lượng cung vượt quá lượng cầu, dẫn đến mức độ cạnh tranh trong ngành này khá khốc liệt. Thêm vào đó, thị trường bất động sản lại đóng băng, nhiều dự án phải dừng hoặc giãn tiến độ, nên nhu cầu tiêu thụ xi măng càng sụt giảm (Luong Xuân Tuấn, 2012). Các doanh nghiệp muốn tồn tại và phát triển hay vượt qua các đối thủ cạnh tranh, thì cần phải phát huy tối đa sức mạnh và năng lực tài chính của chính doanh nghiệp. Việc xây

dựng được cấu trúc vốn hợp lý cũng là cách để doanh nghiệp tối đa hóa sức mạnh tài chính. Thực tế còn cho thấy có khá nhiều bất hợp lý trong việc xây dựng cấu trúc vốn, tạo nên hoạt động của doanh nghiệp kém hiệu quả. Vì thế, các giải pháp tái cấu trúc vốn trong ngành xi măng hiện đang là mối quan tâm hàng đầu của các doanh nghiệp. Nghiên cứu được thực hiện để xem xét các yếu tố tác động có ý nghĩa đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp sản xuất kinh doanh xi măng; chiều hướng ảnh hưởng của các yếu tố quyết định đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp sản xuất kinh doanh xi măng. Kết quả nghiên cứu sẽ góp phần củng cố lý thuyết về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp có tính chất đặc thù tại Việt Nam như ngành xi măng mà hiện nay có rất ít nghiên cứu về nó. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu cũng có thể làm căn cứ giúp cho các nhà quản trị trong ngành xi măng hoạch định các chiến lược tài chính.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Các lý thuyết liên quan đến cấu trúc

vốn

Lý thuyết về cấu trúc vốn hiện đại khởi đầu từ lý thuyết của Modigliani và Miller (1958) tập trung xem xét mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và giá trị của doanh nghiệp dựa trên những giả định trong hai môi trường có thuế và không thuế. Trong môi trường không có thuế, giá trị doanh nghiệp vay nợ và doanh nghiệp không vay nợ là như nhau. Trong môi trường có thuế, giá trị doanh nghiệp có vay nợ cao hơn giá trị của doanh nghiệp không sử dụng đòn bẩy tài chính, do được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Lý thuyết này đưa ra cùng với các giả định mà trong thực tế không thể xảy ra như: thị trường vốn hoàn hảo, doanh nghiệp hoạt động mà không phải chịu thuế, các giao dịch thực hiện không tốn phí. Đây cũng là nhược điểm của lý thuyết này. Do đó, lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn được đề cập đến dưới đây:

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn được phát triển bởi Kraus và Litzenberger (1973). Theo quan điểm của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, những nhà quản trị tin rằng họ sẽ tìm được một cấu trúc vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Một đòn bẩy tối ưu là đạt được sự cân bằng giữa lợi ích và chi phí của nợ. Nói cách khác, có thể xác định được một cấu trúc vốn tối ưu dựa trên sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ. Sử dụng nợ vay có thể đạt được những lợi ích từ lá chắn thuế và lãi vay. Khi doanh nghiệp vay nợ càng nhiều, lợi ích của lá chắn thuế càng lớn nhưng đánh đổi với lợi ích này là sự gia tăng của chi phí khôn khéo tài chính (Myers, 2001). Để thiết lập trạng thái cân bằng này, các doanh nghiệp nên tìm kiếm tỷ lệ nợ mà tại đó các chi phí khôn khéo tài chính có thể bù đắp được lợi thế về thuế của nợ bỏ sung.

Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các nhà quản lý có nhiều thông tin về tiềm năng tăng trưởng cũng như rủi ro và giá trị của doanh nghiệp hơn những nhà đầu tư bên ngoài, lẽ dĩ nhiên các nhà quản trị doanh nghiệp sẽ hiểu rõ được khả năng sinh lợi của các dự án trong tương lai. Do đó, nếu các dự án có triển vọng tăng trưởng, đem lại lợi nhuận cao thì nhà quản trị sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại, để không phải chia sẻ lợi nhuận với cổ đông mới và tốn chi phí phát sinh (bằng việc phát hành cổ phiếu mới). Thêm vào đó, chi phí cho các nguồn tài trợ bên ngoài rất cao (Myers, 1984).

Lý thuyết chi phí đại diện đề cập đến mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Những

mâu thuẫn này nếu không được giải quyết sẽ gây tổn thất đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Nhà quản lý luôn có xu hướng tư lợi cá nhân và sẵn sàng lựa chọn đầu tư vào những dự án sinh lợi thấp. Ngược lại, dự án với tỷ suất sinh lợi cao thường đi kèm rủi ro cao, vì vậy nếu dự án không thành công, nhà quản lý sẽ có nguy cơ bị mất việc. Lý thuyết chi phí đại diện cho rằng cấu trúc vốn sẽ là công cụ quản trị hiệu quả để giải quyết vấn đề chi phí đại diện (Jensen và Meckling, 1976; Jensen, 1986). Nhà quản lý buộc phải làm việc tích cực để tạo ra lợi nhuận, cân đối tài chính của doanh nghiệp vì phải trả các khoản lãi vay định kỳ lẫn nợ gốc.

2.2. Một số nghiên cứu trước về những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Titman và Wessels (1988) nghiên cứu trên 469 doanh nghiệp ở Mỹ trong giai đoạn từ năm 1974 đến 1982. Kết quả nghiên cứu cho thấy, mối tương quan thuận chiều giữa cấu trúc tài sản và quy mô doanh nghiệp với cấu trúc vốn. Trong khi đó, khả năng sinh lợi (ROA) có mối tương quan nghịch chiều với cấu trúc vốn. Cũng như Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995) đã tiến hành phân tích dữ liệu từ 8000 doanh nghiệp ở các nước G-7 (Mỹ, Nhật, Đức, Pháp, Ý, Anh và Canada) trong giai đoạn 1987-1991. Kết quả này tương tự như nghiên cứu của Titman và Wessels (1988). Nhằm đóng góp thêm cho các lý thuyết về cấu trúc vốn, Wiwattanakantang (1999) đã tiến hành phân tích dữ liệu của 270 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết ở Thái Lan trong năm 1996. Kết quả cho thấy, cấu trúc tài sản và rủi ro kinh doanh có mối quan hệ tích cực với tỷ lệ nợ; ngược lại, khả năng sinh lợi và lá chắn thuế khấu hao có mối quan hệ nghịch chiều với tỷ lệ nợ. Cùng lĩnh vực nghiên cứu này, Huang và Song (2006) tiến hành nghiên cứu và phân tích trên 1200 doanh nghiệp niêm yết ở Trung Quốc trong giai đoạn 1994-2003. Kết quả chỉ ra vai trò mạnh mẽ của các yếu tố như: khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, cấu trúc tài sản và thuế trong việc xác định cấu trúc vốn. Cụ thể, khả năng sinh lợi, thuế và cơ hội tăng trưởng có tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn; ngược lại, mối tương quan giữa cấu trúc tài sản và cấu trúc vốn là thuận chiều. Đặc biệt, một số nghiên cứu trong ngành xi măng được lược khảo sau đây:

Ứng hộ lý thuyết trật tự phân hạng, Mutalib (2011) đã xem xét và phân tích các yếu tố quyết

định cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp ngành công nghiệp xi măng, tại Nigeria giai đoạn 2004 – 2009. Kết quả nghiên cứu cho thấy, cấu trúc tài sản, tuổi doanh nghiệp và quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Đồng thời, khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng và quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn. Ngoài ra, nghiên cứu của Ningsih và Djuariah (2013) được tiến hành dựa trên 30 doanh nghiệp đứng đầu trong ngành xi măng ở Indonesia, giai đoạn 2003-2012. Kết quả cho thấy, tỷ suất lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu có mối tương quan tích cực với đòn bẩy tài chính. Trong khi, tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) có tác động tiêu cực thì tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) lại có tác động tích cực đến tỷ lệ nợ. Kết quả nghiên cứu đã nhấn mạnh sự tồn tại của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn và lý thuyết trật tự phân hạng trong việc lựa chọn cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành xi măng tại quốc gia Indonesia.

Nghiên cứu của Qayyum (2013) trên 20 doanh nghiệp ngành xi măng tại Pakistan, trong 3 năm 2007-2009. Theo đó, cấu trúc tài sản và tốc độ tăng trưởng có mối tương quan cùng chiều trong khi khả năng sinh lợi có tác động nghịch chiều với đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp ngành xi măng Pakistan. Trong giai đoạn này, Shah và ctg (2013) đã tiếp tục mở rộng nghiên cứu của Shah và Khan (2007) dựa trên dữ liệu các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết trên sàn chứng khoán Kara Chiou ở Pakistan. Tuy nhiên,

khác với nghiên cứu của Qayyum (2013), kết quả nghiên cứu chỉ thể hiện tác động cùng chiều của cấu trúc tài sản và tác động ngược chiều của khả năng sinh lợi đến cấu trúc vốn, nghiên cứu đã không tìm thấy được kết quả có ý nghĩa thống kê về tác động của quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng tới cấu trúc vốn.

Tại Việt Nam, nghiên cứu của Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006) được thực hiện, nhằm kiểm định những yếu tố giữ vai trò quan trọng trong việc quyết định cấu trúc vốn của 558 doanh nghiệp vừa và nhỏ trong giai đoạn 1998-2001. Kết quả cho thấy, các biến số đại diện cho quy mô doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh, mối quan hệ với ngân hàng và tốc độ tăng trưởng của doanh thu có mối tương quan thuận với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Ngược lại, khả năng sinh lợi và cấu trúc tài sản có ảnh hưởng tiêu cực với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản doanh nghiệp. Có cùng kết quả với nghiên cứu này là nghiên cứu của Trương Đông Lộc và Võ Kiều Trang (2008). Nghiên cứu đã xác định được rằng, tốc độ tăng trưởng của doanh thu và quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ đồng biến với cấu trúc vốn. Nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phi Anh (2010) sử dụng số liệu của 428 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và HNX cũng đưa ra những kết luận tương tự. Trong đó, hiệu quả kinh doanh, rủi ro kinh doanh, cấu trúc tài sản có tác động nghịch chiều với cấu trúc vốn. Riêng quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ tổng nợ vay trên tổng tài sản.

Bảng 1: Tóm tắt kết quả của các nghiên cứu trước

Dấu (+): tác động cùng chiều
Dấu (-): tác động ngược chiều
K: tác động không có ý nghĩa thống kê

STT	Biên số độc lập	Tác động	Nghiên cứu thực nghiệm	Phương pháp ước lượng
1	Tốc độ tăng trưởng	+	Rajan và Zingales (1995); Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006); Mutalib (2011); Qayyum (2013)	OLS, FEM
2	Khả năng sinh lợi	-	Titman và Wessels (1988); Rajan và Zingales (1995); Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006); Qayyum (2013); Shah và ctv (2013)	ANOVA, FEM
3	Cấu trúc tài sản	+	Titman và Wessels (1988); Rajan and Zingales (1995); Wiwattanakantang (1999); Huang và Song (2006); Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006); Mutalib (2011); Shah và ctv (2013); Qayyum (2013);	OLS, Tobit, ANOVA
4	Quy mô doanh nghiệp	+	Titman và Wessels (1988); Ang (1992); Rajan và Zingales (1995); Wiwattanakantang (1999); Huang và Song (2002); Chen (2004); Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006); Trương Đông Lộc và Võ Kiều Trang (2008); Đoàn Ngọc Phi Anh (2010); Mutalib (2011); Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến (2014)	OLS, Tobit, path analysis, FEM
5	Tuổi doanh nghiệp	+	Mutalib (2011)	OLS
6	Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước	+	Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006)	OLS
7	Tỷ lệ thanh khoản ngắn hạn	-	Myers và Majluf (1984)	OLS
8	Lá chắn thuế khấu hao	-	Myers và Majluf (1984); Huang và Song (2002)	OLS, Tobit

3. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu được tiến hành theo phương pháp định tính thông qua việc lý giải các vấn đề nghiên cứu theo lý thuyết kinh tế, kết hợp với định lượng, thông qua phương pháp phân tích thống kê như thống kê mô tả, hồi quy đa biến GLS (Generalized Least Square) để kiểm định các giả thuyết đã đặt ra cho nghiên cứu. Phương pháp hồi quy GLS là một phương pháp ước lượng hồi quy hiệu quả, vì phương pháp này khắc phục được hiện tượng phương sai thay đổi của sai số và hiện tượng tự tương quan trong mô hình (Wooldridge, 2003). Nghiên cứu sử dụng số liệu của 17 doanh nghiệp ngành xi măng đã niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2007-2013 (giai đoạn các doanh nghiệp ngành xi măng gặp nhiều khó khăn về vốn vì thị trường bất động sản trong chu kỳ đóng băng), nhằm xác định mối quan hệ giữa một số yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành xi măng ở Việt Nam.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình của nghiên cứu này sẽ kế thừa và

mở rộng bởi các mô hình nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) kết hợp với mô hình của Wattanakantang (1999), Hijazi và Tariq (2006), Mutalib (2011), Qayyum (2013), Shah và ctg (2013). Đồng thời, nghiên cứu đã thay đổi, bổ sung một số biến số cho phù hợp với đặc trưng của các doanh nghiệp ngành xi măng ở Việt Nam. Mô hình được xây dựng như sau:

• **Mô hình 1:** Các yếu tố tác động đến tỷ lệ tổng nợ vay của doanh nghiệp

$$TLEVi,t = \beta_0 + \beta_1.GRi,t + \beta_2.BEPi,t + \beta_3.TANGi,t + \beta_4.SIZEi,t + \beta_5.AGEi,t + \beta_6.SOEi,t + \beta_7.LIQi,t + \beta_8.NDTSi,t + ui,t.$$

• **Mô hình 2:** Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nợ ngắn hạn của doanh nghiệp

$$SLEVi,t = \beta_0 + \beta_1.GRi,t + \beta_2.BEPi,t + \beta_3.TANGi,t + \beta_4.SIZEi,t + \beta_5.AGEi,t + \beta_6.SOEi,t + \beta_7.LIQi,t + \beta_8.NDTSi,t + ui,t.$$

• **Mô hình 3:** Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nợ dài hạn của doanh nghiệp

$$LLEVi,t = \beta_0 + \beta_1.GRi,t + \beta_2.BEPi,t + \beta_3.TANGi,t + \beta_4.SIZEi,t + \beta_5.AGEi,t + \beta_6.SOEi,t + \beta_7.LIQi,t + \beta_8.NDTSi,t + ui,t.$$

Bảng 2. Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Phương pháp tính	Tương quan
Cấu trúc vốn	TLEV	Tổng nợ/ Tổng tài sản	
	SLEV	Nợ vay ngắn hạn/ Tổng tài sản	
	LLEV	Nợ vay dài hạn/ Tổng tài sản	
Tốc độ tăng trưởng	GR	(Doanh thu năm nay – Doanh thu năm trước)/ Doanh thu năm trước	+
Khả năng sinh lợi	BEP	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ Tổng tài sản	-
Cấu trúc tài sản	TANG	Tài sản cố định hữu hình/ Tổng tài sản	+
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Log(tổng tài sản)	-
Tuổi doanh nghiệp	AGE	Log(năm hiện tại - năm thành lập)	+
Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước	SOE	(Số cổ phần của nhà nước)/(Tổng số cổ phần đang lưu hành)	+
ngắn hạn	LIQ	Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn	-
Lá chắn thuế khấu hao	NDTS	Khấu hao/ Tổng tài sản	-

Dấu (+) : tác động cùng chiều; Dấu (-) : tác động ngược chiều; K: tác động không có ý nghĩa thống kê

Giả thuyết nghiên cứu:

H1: Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

H2: Khả năng sinh lợi có tác động nghịch chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

H3: Cấu trúc tài sản có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

H4: Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

H5: Tuổi doanh nghiệp có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

H6: Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước có tác động đồng biến với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

H7: Tỷ lệ thanh khoản ngắn hạn có tác động ngược chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

H8: Lá chắn thuế khấu hao có tác động nghịch chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 3: Thông kê mô tả các biến số quan sát

Ký hiệu biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TLEV	0,65	0,16	0,10	9,01
SLEV	0,44	0,17	0,11	0,86
LLEV	0,21	0,20	0	0,63
GR	0,16	0,31	-0,46	1,7
BEP	0,07	0,06	-0,10	0,25
TANG	0,43	0,24	0,04	0,86
AGE	28,35	14,56	5,00	56,00
SOE	0,41	0,27	0	0,82
LIQ	1,30	0,84	0,19	5,52
NDTS	0,29	0,21	0	0,95
SIZE (10 ⁶)	1.583.960	2.822.147	33.580	13.314.479

Nguồn: Số liệu thu thập từ các báo cáo thường niên và báo cáo tài chính đã kiểm toán

Thông quan biến số TLEV (tỷ lệ nợ), cho thấy rằng, trung bình doanh nghiệp sử dụng 65% (0,65) nợ trong cấu trúc vốn, cao hơn trung bình ngành 51,74% (Đoàn Ngọc Phi Anh, 2010). Các doanh nghiệp ngành xi măng theo hướng duy trì một tỷ suất nợ cao. Mức trung bình tỷ lệ nợ vay này tương đương với tỷ lệ nợ ngành xi măng ở Pakistan là 61% (Quayyum, 2013) nhưng cao hơn tỷ lệ nợ ngành xi măng ở Indonesia là 39% (Ningsih và Djuaeriah, 2013). Tỷ lệ nợ tối đa doanh nghiệp sử dụng là 101% (1,01), cho thấy doanh nghiệp có vốn kinh doanh hoàn toàn phụ thuộc vào nợ vay, tính tự chủ tài chính thấp. Vì thế, doanh nghiệp sẽ dễ gặp rủi ro khi lãi suất cho vay tăng mạnh. Trong khi đó, tỷ lệ nợ tối thiểu 11% chứng tỏ có một số doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ rất thấp trong hoạt động.

Tỷ lệ nợ dài hạn (LLEV) và tỷ lệ nợ ngắn hạn (SLEV): bình quân tỷ lệ nợ ngắn hạn là 44% (0,44), cao nhất 86% (0,86) trên tổng tài sản. Trong khi đó, tỷ lệ nợ dài hạn trung bình 20% (0,2), cao nhất 63% (0,63). Trong giai đoạn nghiên cứu, các doanh nghiệp niêm yết ngành xi măng có khuynh hướng sử dụng nợ ngắn hạn tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Vì giai đoạn này là giai đoạn tái cấu trúc, đẩy mạnh thị trường tiêu thụ của ngành xi măng. Do đó, nhu cầu vốn ngắn hạn tài trợ cho hoạt động kinh doanh sẽ cao. Mặt khác cũng có thể cho thấy rằng thị trường trái phiếu các công ty của Việt Nam chưa phát triển.

Các ngân hàng là nguồn vốn chủ yếu từ bên ngoài tài trợ cho các doanh nghiệp. Kết quả là các doanh nghiệp phải dựa nhiều vào nguồn tài trợ là các khoản phải trả (nợ ngắn hạn).

Tốc độ tăng trưởng (GR): Với giá trị tối đa 1,7 và giá trị tối thiểu -0,46 cho thấy mức tăng trưởng giữa các doanh nghiệp ngành xi măng là không đồng đều. Phần lớn các doanh nghiệp ngành xi măng có tốc độ tăng trưởng dưới 16% (0,16).

Khả năng sinh lợi (BEP): Bình quân là 7% (0,07), trong đó doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận cao nhất 25% (0,25), thấp nhất là -10% (-0,1). Có thể thấy thực tế hoạt động ngành xi măng trong giai đoạn nghiên cứu, các doanh nghiệp đang đối mặt với nhiều khó khăn, đa số kinh doanh thua lỗ.

Cấu trúc tài sản (TANG): tỷ trọng tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp ngành xi măng trong mẫu nghiên cứu nằm ở khoảng từ 4% (0,04%) đến 86% (0,86) và giá trị trung bình là 0,43 (43%). Điều này cho thấy giá trị tài sản cố định hữu hình trong các doanh nghiệp ngành xi măng là khá lớn. Tuy nhiên, các giá trị này đều thấp hơn so với tỷ trọng tài sản cố định ở các doanh nghiệp ngành xi măng Pakistan (Qayyum, 2013).

Tuổi doanh nghiệp (AGE): thời gian hoạt động của doanh nghiệp từ 5 năm đến 56 năm, trung bình là 28 năm. Như đã đề cập, ngành xi

măng là một trong những ngành công nghiệp được phát triển sớm nhất ở Việt Nam. Một số doanh nghiệp cổ phần có tiền thân là doanh nghiệp quốc doanh nên có tuổi đời tương đối cao.

Tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước (SOE): Bảng thống kê mô tả cho thấy tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước nằm trong khoảng từ 0 (0%) đến 0,82 (82%), và có giá trị trung bình là 41%. Khả năng thanh khoản ngắn hạn (LIQ): tỷ lệ thanh khoản nằm có giá trị từ 0,19 đến 5,52 trung bình là 1,3 và hệ số skewness là 2,42 >1. Điều này cho thấy biến số LIQ có phân phối lệch phải nhiều. Như vậy, đa phần doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có mức thanh khoản nhỏ hơn 1,3. Bên cạnh đó, lá chắn thuế khấu hao (NDTS): giá trị của tỷ lệ lá chắn thuế khấu hao cao nhất là 0,95 và thấp nhất là -0,85.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): có giá trị nhỏ nhất là 33.580 triệu đồng, giá trị lớn nhất là 13.314.479 triệu đồng. Các doanh nghiệp được chọn đưa vào mẫu quan sát có quy mô tài sản cố định đáng kể. Điều này còn cho thấy một số doanh nghiệp đơn thuần hoạt động kinh doanh xi măng, trong khi đó các doanh nghiệp khác còn tập trung đầu tư vào việc xây dựng nhà máy sản xuất xi măng.

4.2. Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS

Dựa vào kết quả hồi quy (Bảng 4), kết quả

cho thấy chỉ có các biến số: GR, TANG (Mô hình 1), biến SIZE, AGE và NDTS (Mô hình 2) không có ý nghĩa về mặt thống kê. Do vậy, nghiên cứu sẽ không thảo luận về các biến số này, vì chưa có đủ cơ sở về mặt thống kê để kết luận. Các biến số còn lại đã có đủ cơ sở về mặt thống kê với mức ý nghĩa đến 10% nên sẽ được lần lượt thảo luận sau đây:

Tác động của khả năng sinh lợi (BEP)

Nghiên cứu cho thấy, khả năng sinh lợi (BEP) có mối tương quan nghịch chiều với tổng nợ vay/tổng tài sản và tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản. Mối tương quan này đã được hỗ trợ từ lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu của Qayyum (2013), Shah và ctg (2013). Điều này đã khẳng định, những doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thì có xu hướng tài trợ bằng nguồn vốn nội bộ hơn là nguồn vốn bên ngoài. Việc sử dụng nguồn vốn bên ngoài như vay thêm nợ làm tăng thêm gánh nặng tài chính, còn việc phát hành thêm cổ phiếu làm pha loãng quyền sở hữu cổ đông. Thực tế cho thấy, các doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường dùng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho nhu cầu vốn của chính doanh nghiệp; các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp, phải gia tăng mức vay để đảm bảo cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Tác động của cấu trúc tài sản (TANG)

Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ dài hạn và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%

Bảng 4: Kết quả hồi quy bằng phương pháp ước lượng GLS

Tên biến	Biến phụ thuộc		
	TLEV (1)	SLEV (2)	LLEV (3)
Hằng số	0,4121***	0,8417***	-0,6257***
GR	-0,0053	0,0311	-0,0166
BEP	-0,9226***	-0,6085***	-0,0276
TANG	0,0468	-0,4721***	0,5733***
SIZE	0,1364***	0,0067	0,1301***
AGE	-0,2474***	-0,0045	-0,1431***
SOE	-0,0829**	-0,0823**	0,0070
LIQ	-0,0622***	-0,1297***	0,0551***
NDTS	-0,0610*	0,0611	-0,0580*
Số quan sát	119	119	119

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$ - Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm STATA 12.0

($p < 0,01$). Kết quả thống kê có đủ cơ sở để chấp nhận giả thuyết H3 đã đặt ra. Tuy nhiên, tác động của cấu trúc tài sản không đồng thuận với tỷ lệ nợ ngắn hạn.

Tài sản thế chấp là một điều kiện tốt, quan trọng để các chủ nợ xem xét quyết định cấp tín dụng. Khi tỷ lệ tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn, doanh nghiệp có cơ hội thế chấp các tài sản này để tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài dễ dàng hơn, hay nói cách khác doanh nghiệp sẽ tăng “năng lực vay nợ”. Trong thực tế ngành xi măng, nguồn vốn vay dài hạn chủ yếu tài trợ cho dự án xây dựng nhà máy sản xuất xi măng hình thành tài sản cố định cho doanh nghiệp. Vì vậy, khi tài sản cố định tăng thì mức vay vốn dài hạn để tài trợ cho dự án cũng tăng theo. Có thể thấy rằng, tài sản cố định có ý nghĩa quan trọng khi doanh nghiệp quyết định lựa chọn nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho dự án xây dựng nhà máy. Trong khi đó, đối với nhu cầu vốn tài trợ ngắn hạn, doanh nghiệp sẽ có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội bộ hơn là vốn vay bên ngoài vì chi phí thấp.

Tác động của quy mô doanh nghiệp (SIZE)

Tác động cùng chiều của quy mô doanh nghiệp lên tỷ lệ nợ, nhất quán với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn và phù hợp với giả thuyết H4 đã đặt ra. Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006), đã đưa ra kết quả nghiên cứu tương tự. Quy mô doanh nghiệp càng lớn chứng tỏ tiềm lực tài chính càng mạnh, rủi ro thấp. Thêm vào đó, doanh nghiệp với quy mô lớn thì có danh tiếng tốt hơn trên thị trường nợ, có được niềm tin từ chủ nợ nên khả năng tiếp cận vốn vay dễ dàng và giảm được chi phí giao dịch khi phát hành nợ dài hạn.

Tác động của tuổi doanh nghiệp (AGE)

Thông thường, các doanh nghiệp có thâm niên hoạt động trên thị trường càng lâu, thì vị trí của doanh nghiệp cũng đã được khẳng định, uy tín càng cao, nên khả năng vay vốn từ các định chế càng cao. Tuy nhiên, kết quả kiểm định lại đi ngược với kỳ vọng ban đầu (H5). Điều này, có thể thấy rằng phần lớn các doanh nghiệp xi măng trong giai đoạn nghiên cứu có nhu cầu vốn tài trợ không cao, vì ngành xi măng đang song hành với chu kỳ đóng băng của thị trường bất động sản. Sau một thời gian tăng trưởng mạnh, từ năm 2008-2013, doanh nghiệp xi măng đứng

trước tình trạng cung vượt cầu. Hàng loạt dây chuyền, nhà máy mới chạy cầm chừng, thua lỗ, ngừng sản xuất bởi chi phí tăng cao, sản phẩm làm ra không tiêu thụ được, trong khi giải pháp xuất khẩu hay làm đường bằng bê tông xi măng chỉ mang tính tình thế. Đối với những doanh nghiệp đang có dự án xây dựng nhà máy, chủ yếu vốn vay từ ngân hàng nhưng lại phải đối diện với khủng hoảng kinh tế, không thoát khỏi sự thua lỗ. Vì vậy, ngân hàng cũng tạm dừng việc cho vay vốn ngay cả những doanh nghiệp đã hoạt động khá lâu trên thị trường.

Tác động của tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước (SOE)

Kết quả từ Bảng 4 đã bác bỏ giả thuyết H6, khẳng định, tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước (SOE) đã tác động trái chiều đến tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% ($p < 0,05$). Thông thường, tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước được xem như yếu tố đặc thù tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành xi măng Việt Nam. Tại Việt Nam, các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao thường có lợi thế vay vốn dễ dàng. Tuy nhiên, tình trạng hoạt động kinh doanh thua lỗ liên tục của các doanh nghiệp (đặc biệt là các doanh nghiệp có cổ phần của nhà nước) và giai đoạn khủng hoảng kinh tế đã làm hạn chế khả năng vay vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xi măng Việt Nam.

Tác động của khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ)

Kết quả hồi quy cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ) có tác động nghịch chiều đến tỷ lệ nợ vay và tỷ lệ nợ ngắn hạn và phù hợp với kỳ vọng đã đặt ra trong giả thuyết H7. Mỗi tương quan này cho thấy các doanh nghiệp có tính thanh khoản cao sẽ ít sử dụng nợ vì các tài sản có tính thanh khoản cao của doanh nghiệp đã được sử dụng để tài trợ cho hoạt động đầu tư hay sản xuất kinh doanh.

Tác động của lá chắn thuế khấu hao (NDTS)

Kết quả cho thấy tác động ngược chiều của lá chắn thuế khấu hao (NDTS) đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Mỗi tương quan nghịch chiều này phù hợp với kỳ vọng ban đầu và đồng nhất với kết quả của các nghiên cứu trước đây (Qian

và cộng tác viên, 2007).

5. Kết luận

Nghiên cứu các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành xi măng giai đoạn 2007 -2013, giai đoạn mà thị trường bất động sản – một thị trường có mối liên hệ với ngành công nghiệp xi măng Việt Nam đang đóng băng, đã minh chứng được rằng: Khả năng sinh lợi, tuổi doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước và lá chắn thuế khấu hao có mối tương quan không đồng thuận với tỷ lệ nợ, giá trị các yếu tố này càng cao thì tỷ lệ nợ

càng thấp và ngược lại. Thêm vào đó, quy mô của doanh nghiệp càng lớn thì tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản càng cao. Nghiên cứu một lần nữa đã làm minh chứng cho lý thuyết trật tự phân hạng, và làm cơ sở cho các nhà quản trị tài chính xây dựng cấu trúc vốn hợp lý cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu về lĩnh vực này cũng nên được xem xét trong giai đoạn thị trường công nghiệp xi măng cũng như thị trường bất động sản đi vào chu kỳ phát triển, để xem có sự thay đổi chiều hướng tác động của các yếu tố đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Huang G. and Song F., 2005. The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), pp.14–36.
- [2] Jensen M. C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- [3] Jensen M. C. and Meckling W. H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- [4] Modigliani F. and Miller M. H., 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, pp.261-297.
- [5] Modigliani F. and Miller M. H., 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital A Correction. *American Economic Review*, 53(3), pp.433-443.
- [6] Myers S. C., 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp.81-102.
- [7] Myers S. and Rajan R., 1998. The Paradox of Liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp.733-771.
- [8] Ningsih W. and Djuaeriah N., 2013. The Capital Structure And Firm's Financial Leverage In Indonesian Publicly Listed Cement Industry. *Proceedings of World Business and Social Science Research Conference*.
- [9] Qayyum S., 2013. Determinants of capital structure: An empirical study of Cement industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(11), pp.784-795.
- [10] Rajan R. G. and Zingales. L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), pp.1421-1460.
- [11] Titman S. and Wessels R., 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43, pp.1-19.
- [12] Tran Dinh Khoi Nguyen and Ramachandran N., 2006. Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam, *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), pp.192-211.
- [13] Wiwattanakantang Y., 1999. An Empirical Study on the Determinants of The Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), pp.371-403.
- [14] Wooldrige J. M., 2002. *Introductory Econometric: A morden approach*, 2nd Edition. South Western College.